

The Continuous Impact of Profitability Indicators on Stock Market Prices of Listed Industrial Companies in Jordan

مدى استمرارية تأثير بيانات الربحية على سعر السهم السوقي في الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية

Tawfiq Abdel Jalil^{1*}.

¹The University of Jordan, Amman, Jordan.

ARTICLE INFO

Article history:

Received 24 Dec 2020

Accepted 04 Feb 2021

Published 01 Apr 2022

*Corresponding author:

The University of Jordan, Amman, Jordan.

Email: tjalil@ju.edu.jo.

Abstract

This study examined how the Amman Stock Exchange evaluates the effect of earnings yield and dividends yield on stock market prices and determines the duration of this evaluation. The study period extends over five years, from 2012 to 2016, and the study sample consists of 41 publicly held industrial firms listed on the Amman Stock Exchange. The data analysis shows a significant effect of earnings yield on stock market price at the 1% level in the earnings realization year, while dividends yield does not affect stock market price at the 5% significance level for the same year. This model indicates that changes in the independent variables account for 5% of the change in the dependent variable. Furthermore, the significant effect of earnings yield and dividends yield on stock market price at the 1% level occurs in the first year following the earnings realization year. This model shows that changes in the independent variables account for 22% of the change in the dependent variable. Additionally, the significant effect of dividends yield on stock market price at the 1% level occurs in the second and third years following the earnings realization year, with coefficients of determination of 20% and 19.8%, respectively. In the fourth year following the earnings realization year, dividends yield does not affect stock market price at the 5% significance level, and earnings yield does not affect stock market price after the first year post-earnings realization at the 5% significance level.

Keywords: Dividends Yield, Earnings Yield, Share Prices, Jordanian Industrial Publicly- Held Companies.

المخلص

فحصت هذه الدراسة مدى استمرارية تقييم السوق لأثر معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعر السهم السوقي خلال فترات تبدأ بسنة وتصل إلى أربع سنوات. وامتدت فترة الدراسة ٥ سنوات من عام ٢٠١٢ إلى عام ٢٠١٦. وشملت عينة الدراسة ٤١ شركة صناعية مساهمة عامة مدرجة في سوق عمان المالي لعام ٢٠١٦ والتي سبق تأسيسها عام ٢٠١٢، وتوفرت عنها البيانات المطلوبة. أظهرت نتائج تحليل بيانات الدراسة تقييم المستثمرين في سوق عمان المالي لأثر معدل ربحية السهم على سعر السهم السوقي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ لسنة

تحقق الأرباح، ولم تُظهر أثر لمعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على سعر السهم السوقي عند مستوى معنوية ٥٪ لنفس السنة. وبلغت نسبة تفسير نموذج التحليل ٥٠٪. وتقييم المستثمرين في سوق عمان المالي لأثر التغير في معدل ربحية السهم والتغير في معدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على التغير في سعر السهم السوقي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ للسنة الأولى التالية لسنة تحقق الأرباح. وبلغت قوة تفسير النموذج ٢٢٪. بالإضافة إلى تقييم المستثمرين في سوق عمان المالي لأثر التغير في معدل عائد توزيعات أرباح السهم النقدية على التغير في سعر السهم السوقي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ للسنتين الثانية والثالثة التاليتين لسنة تحقق الأرباح. وبلغت نسب تفسير كل نموذجي السنة الثانية والثالثة ٢٠٪، و١٩،٨٪ على التوالي. وتدل النتائج على أن أثر التغير في معدل عائد توزيعات أرباح السهم النقدية على التغير في سعر السهم السوقي ذو الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ ينتهي بعد السنة الثالثة التالية لسنة تحقق الأرباح. ولم تُظهر النتائج تقييم المستثمرين في سوق عمان المالي لأثر معدل ربحية السهم على سعر السهم السوقي بعد السنة الأولى التالية لسنة تحقق الأرباح عند مستوى معنوية ٥٪.

الكلمات المفتاحية: معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية، معدل ربحية السهم، سعر السهم السوقي، الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية.

١. المقدمة

١،١ الإطار النظري والدراسات السابقة

تولي الأبحاث العلمية أهمية كبرى لكيفية تقييم السوق لربحية السهم، والعوامل المؤثرة على سعره السوقي، ومدى استمرارية أثر عوامل الربحية على سعر السهم السوقي. ويهتم المستثمر بالربحية المتوقعة لاستثماره، وآلية وضمان استرداد استثماراته وعوائدها من خلال توزيعات الأرباح النقدية. ويعتمد الاستثمار في الأسهم على ربحية السهم، ومدة الاستثمار، ونسبة المخاطرة المصاحبة له... ويؤثر مدى تغطية توزيع الأرباح النقدية لسعر السهم على قرار المستثمر في اختيار الشركة التي يود الاستثمار بها.

ويعتمد تحديد سعر السهم على حجم وتوقيت توزيعات الأرباح النقدية المستقبلية، إذ يعتمد سعر السهم على إيراداته المتوقعة. وتُمثل الأرباح النقدية المستقبلية للسهم إيراداته المتوقعة، أو عائد السهم المتوقع (Gordon, 1959). ويتأثر سعر السهم بالأرباح المحتجزة (الفرق بين الربح المحاسبي وتوزيعات الأرباح النقدية). وتوفر الأرباح المحتجزة تمويل دائم، ليس له تاريخ استحقاق، بكلفة أقل من التمويل الخارجي.

ويُتوقع عادةً وجود علاقة طردية بين الأرباح المتحققة وسعر السهم السوقي، وتتأثر هذه العلاقة بتقسيم صافي الربح بين توزيعات الأرباح النقدية والأرباح المحتجزة، أي أن سعر السهم السوقي يتأثر برغبة المستثمر في تأجيل أو تسريع الحصول على توزيعات أرباح نقدية، ومدى قناعته بأن الأرباح المحتجزة تؤدي إلى تقوية مركز الشركة المالي ونمو أرباحها.

وترتبط هذه الدراسة بين عائد السهم وسعره السوقي كمؤشر مستقبلي لمعدل ربحيته. ويُعتبر معدل ربحية السهم مقياس لنجاح الشركة في تشغيل استثمارات المساهمين، ويُبين الفترة اللازمة لتغطية سعر السهم السوقي من الأرباح المتحققة.

وترتبط هذه الدراسة بين حصة السهم من توزيعات الأرباح النقدية وسعره السوقي لبيان معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية. ويقاس معدل عائد توزيعات أرباح السهم النقدية قدرة سعر السهم السوقي على تحقيق توزيعات أرباح نقدية، والفترة اللازمة لتغطيته لسعر السهم السوقي. وتختبر هذه الدراسة تأثير كلٍّ من معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي، وتُبين العلاقة بين متغيراتها. كما تقيس هذه الدراسة مدى استمرارية تقييم السوق لبيانات الربحية.

وسيتضمن البحث فيما يلي مناقشة مشكلة البحث وأهميته، وعرض الإطار النظري والدراسات السابقة، وبيان مجتمع وعينة الدراسة، وشرح متغيرات الدراسة، ووضع فرضياتها، وتحديد الأساليب الإحصائية اللازمة لاختبار الفرضيات، وتحليل البيانات، وربط نتائج التحليل بنتائج الدراسات السابقة، واقتراح التوصيات اللازمة.

تتضمن عوائد الأسهم توزيعات الأرباح النقدية والتغير في سعر السهم السوقي. ويُتوقع أن يؤثر معدل ربحية السهم، ومعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم وبالتالي كفاءة الاستثمار على سعر السهم السوقي. وتقوي كفاءة الاستثمار وتنامي الأرباح المحتجزة مركز الشركة المالي وتؤثر على سعر سهمها. وترضي حالة تنامي الأرباح المحتجزة كثير من المستثمرين، خاصة

إذا كانت الشركة تحقق متوسط عائد على حقوق الملكية أعلى من متوسط عائد الصناعة أو النسبة المرغوب فيها. وفي المقابل يرغب المستثمر الذي يستعجل الأرباح نسبة عائد توزيعات أرباح نقدية عالية، وتحقيق هذه الرغبة يزيد من استثمارات هذه الفئة ويحسن من سعر السهم السوق.

وأثبت (Jaffe, et al. (1989) وأثبتت دراسات سابقة (Marsh & Merton, 1961؛ Miller and Modigliani, 1986؛ Shiller, 1990؛ Cocharane, 2001) عدم تأثير توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم، وفسر ذلك بأن هذه التوزيعات سياسة تمويلية تقرها الجمعية العمومية للشركة وليست مقياس للأداء. ويبن (Wong and Lye, 1990) أثر لعائد السهم على سعره السوق في سوق سنغافورة للفترة من ١٩٧٥ إلى ١٩٨٣ .

وأثبتت دراسات (Cochrane, 1992؛ Shiller & Campbell, 1988) وجود تأثير لمعدل توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم في الأجل القصير، ويبن (Fama & French, 1988) إمكانية امتداد الأثر لأجل أطول، ووجد (Hjalmarsson, 2005) أثر لمعدل توزيعات الأرباح النقدية ومعدل ربحية السهم على عائد السهم في الأجل القصير.

واعتمدت دراسة Cotter (1996) على نموذجين، أحدهما مبني على أساس الاستحقاق والآخر مبني على الأساس النقدي، لتفسير قيمة الشركة في البيئة الأسترالية. وتوصلت الدراسة إلى أن العلاقة بين الأرباح المحاسبية والعوائد السوقية للأسهم أقوى من العلاقة بين صافي التدفقات النقدية التشغيلية والعوائد السوقية للأسهم .

واختبرت دراسة الخلايلة (١٩٩٧) العلاقة بين مؤشرات الأداء المبنية على الأرباح المحاسبية ومؤشرات الأداء النقدية، ومدى قدرة كل منها في تفسير التغيرات في عوائد الأسهم. وأظهرت النتائج عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية للتدفقات النقدية على عائد السهم.

وقارن شبيطة وأبونصار (١٩٩٥) بين أثر كل من الربح المحاسبي والتدفقات النقدية على أداء الشركات المساهمة العامة الأردنية. وتوصلوا إلى أن مقياس الاستحقاق أكثر تفسيراً لأداء الشركات من المقاييس النقدية، وأن علاقة صافي التدفقات النقدية مع عائد السهم غير دال إحصائياً عند مستوى معنوية ٥٪.

وأظهرت دراسة Morgan & Thomas (1998) وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل توزيعات الأرباح النقدية وعائد السهم، وأظهرت نتائج دراسة (Habib Ahsan, 2008) وجود أثر أكبر للمضمون المعلوماتي للأرباح المحاسبية على عوائد الأسهم من المضمون المعلوماتي للتدفقات النقدية .

ويبن (Samiev, S (2011) وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ لمعدل ربحية السهم على عائد السهم، وعدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ لمعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على عائد السهم للشركات السويدية، للفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٠.

وفحص (Muzammil Khurshid, et al. (2011) مدى استمرارية العلاقة بين معدل ربحية السهم، ومعدل توزيعات أرباحه النقدية، مع عائد السهم. وجدت الدراسة علاقة قوية بين هذه المتغيرات في الأجل الطويل، وقدرة لمعدل توزيعات أرباح السهم النقدية على التنبؤ بعائده السوق.

٢. مشكلة الدراسة وأسئلتها

اتفقت الدراسات السابقة على تأثير سعر السهم السوق بمستوى الأرباح (Compbell : Easton, 1985؛ Francis & Schipper, 1999؛ Shiller, 1988؛ الخدش والعبادي، ٢٠٠٥؛ شبيطة وأبونصار، ٢٠٠٥) وتباينت حول تأثير توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم، ففي حين يبن (Cochrane, 2001؛ Miller and Modigliani, 1961) عدم تأثير توزيعات الأرباح النقدية على أسعار الأسهم باعتبار أن توزيعات الأرباح النقدية سياسة تمويلية لا تدل على كفاءة الأداء، يبن دراسة (Morgan & Thomas, 1998) وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل توزيعات الأرباح النقدية وربحية السهم. ويمكن تبرير هذا التباين بتباين رغبة المستثمرين في الحصول على توزيعات أرباح نقدية في الأجل القصير أو الطويل .

وتنبع مشكلة الدراسة من أهمية تحديد سعر السهم السوق نتيجةً لمعدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية، ومدى استمرارية تأثير الربحية وعائد توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم السوق. ويمكن تلخيص مشكلة الدراسة في الاسئلة التالية.

٢,١ أسئلة الدراسة

١. ما أثر معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم السوقي؟
٢. إلى متى يستمر تقييم السوق لمعدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية؟

٣. أهمية الدراسة

تعتبر الربحية من العوامل الهامة الدالة على مستقبل الشركة واستمراريتها، ومحفّز رئيسي لحصولها على استثمارات. وتُطمئن قرارات توزيعات الأرباح النقدية المستثمرين على استرداد استثماراتهم. وتحافظ هذه العوامل على متانة مركز الشركة المالي. ويؤثر بيان أثر الربحية على سعر السهم السوقي، ومدى استمرارية هذا الأثر، على جذب استثمارات جديدة، وديمومة استثمارات الملاك الحاليين، ويُعزز من صواب قرارات إدارات الشركات الاقتصادية.

ويهتم المستثمر بقدرة الشركة التي يرغب الاستثمار فيها بمستوى الأرباح المتحققة، وبمستوى توزيعها لأرباح نقدية. ونتيجةً لذلك يتأثر سعر السهم السوقي بمعدل ربحية السهم، ومعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية. وتُقاس ربحية وعائد التوزيعات النقدية للسهم بنسبة كل منهما إلى سعر السهم السوقي. ونظراً لأهمية هذين العاملين على أسعار الأسهم وبالتالي على القرارات الاستثمارية، ناقشت هذه الدراسة هذا الأثر ومدى استمراريته.

٤. الطريقة

٤,١ منهجية الدراسة

تشمل منهجية الدراسة كيفية بناء متغيراتها، وتحديد مجتمعها وعينتها، وصياغة فرضياتها، وبيان الأساليب الإحصائية اللازمة لوصف متغيراتها وإثبات فرضياتها. وتُناقش الدراسة تقييم السوق لمعدل ربحية السهم ومعدل توزيعات أرباحه النقدية وأثرهما على سعر السهم السوقي كالتالي :

$$SP_{i,t} = \alpha + \beta_1 DY_{i,t} + \beta_2 EY_{i,t} + e$$

حيث إن:

SP : سعر السهم السوقي.

i, t : الشركة i، للفترة المالية t

β : معامل الميل

DY: معدّل توزيعات الأرباح النقدية

EY: معدّل ربحية السهم

e: معامل الخطأ العشوائي نتيجة متغيرات لا يتضمنها نموذج الدراسة

شملت المتغيرات المستقلة متغيران، ينسب معدّل ربحية السهم (المتغير الأول) ربحية السهم (بيانات محاسبية) إلى سعر السهم السوقي (بيانات سوقية)، ويوفر هذا المتغير للمستثمر معلومة عن الفترة اللازمة لتغطية الشركة لسعر سهمها السوقي. وينسب معدّل عائد توزيعات الأرباح النقدية (المتغير الثاني)، توزيعات الأرباح النقدية للسهم (بيانات محاسبية نقدية) إلى سعر السهم السوقي (بيانات سوقية)، ويوفر هذا المتغير للمستثمر معلومة عن المدى الزمني الذي يتم فيه استرداد قيمة استثماره. وتُظهر هذه المتغيرات المستقلة مدى تقييم السوق (المستثمرين) لبيانات الاستحقاق وبيانات توزيع الأرباح النقدية.

ويناقش هذا البحث أثر الربحية على سعر السهم السوقي. ويُتوقع أن يكون تأثير ارتفاع معدّل ربحية سهم شركة ما إيجابياً على سعر سهمها. وقد يُرضي ارتفاع معدّل توزيعات الأرباح النقدية بعض المستثمرين الذين يرغبون في ربح سريع، وقد يرغب البعض الآخر في إعادة استثمار الأرباح أو جزء منها في أنشطة الشركة، خاصةً إذا كانت هذه الشركة تُحقق عائد على حقوق الملكية أعلى من نسبة العائد المرغوب فيها .

ويفحص هذا البحث علاقة متغيرات الدراسة مع بعضها البعض. ويُتوقع أن تكون العلاقة طردية بين معدل ربحية السهم وسعره السوق. إلا أن العلاقة بين معدل توزيعات الأرباح النقدية وسعر السهم السوق غير واضحة، فقد تكون طردية للمستثمر الذي يستعجل الربح النقدي، وقد تكون عكسية لأن المستثمر يُفضل إن تحتجز الشركة المستثمر فيها الأرباح وإعادة استثمارها.

وتتضمن منهجية الدراسة فحص مدى استمرارية أثر معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوق. وتم فحص استمرارية هذا الأثر من سنة إلى أربع سنوات تالية لسنة تحقق الأرباح. حيث تم في سنة تحقق الأرباح فحص أثر المتغيرات المستقلة لسنوات الدراسة من (٢٠١٢ إلى ٢٠١٦) على المتغير التابع للسنوات من (٢٠١٢ إلى ٢٠١٦)، وفي السنة الأولى التالية لسنة تحقق الأرباح فحص أثر المتغيرات المستقلة لسنوات الدراسة من (٢٠١٢ إلى ٢٠١٥) على المتغير التابع للسنوات من (٢٠١٣ إلى ٢٠١٦)، وفي السنة الثانية التالية لسنة تحقق الأرباح فحص أثر المتغيرات المستقلة لسنوات الدراسة من (٢٠١٢ إلى ٢٠١٤) على المتغير التابع للسنوات من (٢٠١٣ إلى ٢٠١٦)، وفي السنة الثالثة التالية لسنة تحقق الأرباح فحص أثر المتغيرات المستقلة لسنوات الدراسة من (٢٠١٢ إلى ٢٠١٣) على المتغير التابع للسنوات من (٢٠١٥ إلى ٢٠١٦)، وفي السنة الرابعة التالية لسنة تحقق الأرباح فحص أثر المتغيرات المستقلة لسنة (٢٠١٢) على المتغير التابع لسنة (٢٠١٦).

٤,٢ متغيرات الدراسة

تفحص الدراسة أثر معدل كل من ربحية السهم وتوزيعات الأرباح النقدية للسهم على سعر السهم السوق. ويتأثر سعر السهم السوق بمعدل ربحيته ومعدل توزيعات أرباحه النقدية خلال فترة نشاط المنشأة.

١. المتغيرات المستقلة

تم ربط كل من عائد السهم وتوزيعات أرباحه النقدية مع سعر السهم للمفاضلة بين الربحية والعوائد النقدية للفرص الاستثمارية. واختير معدل ربحية السهم ليُبين ما يحققه السهم من عائد نسبةً إلى سعره السوق، كما اختير معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم ليُبين ما يُوزع على السهم من أرباح نقدية نسبةً إلى سعره السوق، وتم اختيار هذين المتغيرين كعوامل مستقلة لاختبار أثرهما على التغير في سعر السهم السوق، ولمعرفة مدى رغبة المستثمرين في تأجيل أو تعجيل الحصول على توزيعات أرباح نقدية.

- معدل ربحية السهم Earnings yield

يُمكّن هذا المتغير من المفاضلة بين ربحية فرص الاستثمار المختلفة، ويُبين ما يُحققه سعر السهم السوق من عائد سنوي كالتالي:

$$EY_{i,t} = EPS_{i,t} / SP_{i,t}$$

حيث إن:

EPS: معدل العائد على السهم

SP: سعر إغلاق السهم بنهاية الفترة المالية

- معدل عائد توزيعات أرباح السهم Dividends yield

يُمكّن هذا المتغير من المفاضلة بين العوائد النقدية لفرص الاستثمار المختلفة، ويُبين ما يُحققه سعر السهم السوق من توزيعات أرباح نقدية من سنة لأخرى كالتالي:

$$DY_{i,t} = Cash\ div_{i,t} / SP_{i,t}$$

حيث إن:

Cash div: نصيب السهم من توزيعات الأرباح النقدية.

٢. المتغير التابع

- سعر السهم السوقى Market share price وهو سعر الاغلاق بنهاية الفترة المالية.

جُمعت بيانات الدراسة والتي تشمل معدّل ربحية السهم، ومعدّل عائد توزيعات أرباح السهم النقدية، وسعر إغلاق السهم من دليل الشركات، لكل شركة من الشركات الصناعية المساهمة العامة في عينة الدراسة، عن الفترة المالية من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦.

٤,٣ مجتمع الدراسة وعينتها

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية المسجلة في سوق عمان المالي بنهاية عام ٢٠١٦، واستبعدت الشركات التي تعرضت لأحد الأحداث التالية خلال فترة الدراسة:

١. إيقاف أسهم الشركة عن التداول
 ٢. اندماج الشركة مع شركات أخرى أو تصفيتها
 ٣. توزيع أسهم مجانية
 ٤. عدم توفر بيانات عن الشركة لثلاثة سنوات أو أكثر من فترة الدراسة
- لأن هذه الأحداث تؤدي إلى نقص في بيانات الدراسة تؤثر على النتائج واختبار الفرضيات، أو يتداخل تأثيرها مع تأثير المتغيرات المستقلة (معدّل ربحية السهم، ومعدّل عائد توزيعات الأرباح النقدية) على المتغير التابع (سعر السهم السوقى). وبذلك تتكون عينة الدراسة من (٤١) شركة صناعية مساهمة عامة أردنية مسجلة في سوق عمان المالي للأوراق المالية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦.

٤,٤ فرضيات الدراسة

تم صياغة فرضيات الدراسة، استناداً إلى مشكلة الدراسة واطارها النظري واستكمالاً لأدبيات الموضوع، بالصيغة العدمية.

- الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدّل ربحية السهم ومعدّل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعر السوقى.
- الفرضية الثانية: لا يمتد أثر معدّل ربحية السهم ومعدّل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقى لأكثر من فترة مالية.

٤,٥ الأساليب الإحصائية المستخدمة

سيمهد الوصف الحسائي (الوسط الحسائي والانحراف المعياري والقيمة المتوسطة) لمتغيرات الدراسة لفهمها وبيان أهميتها. وقد تم حساب معامل الانحدار المتعدد لاختبار أثر كل المتغيرات المستقلة على المتغير التابع، وبيان مدى امتداد أثر معدّل ربحية السهم، ومعدّل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على التغير في سعر السهم السوقى، وحساب معامل الارتباط لبيان العلاقة بين متغيرات الدراسة، وتعزيز نتائج تحليل الانحدار المتعدد.

٥. عرض النتائج ومناقشتها

يشمل عرض النتائج ومناقشتها الوصف الحسائي لمتغيرات الدراسة، واختبار فرضيات الدراسة من خلال تحليل الانحدار المتعدد، وبيان معاملات الارتباط لتعزيز نتائج الدراسة.

الوصف الاحصائي

يُبين جدول (١) الوصف الاحصائي (المتوسط والوسيط والانحراف المعياري وأعلى وأدنى قيمة) لمتغيرات الدراسة خلال فترة الدراسة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦.

جدول (١): الوصف الاحصائي لمتغيرات الدراسة للفترة من ٢٠٠٧ إلى ٢٠١٦

	الشركة	سعر السهم السوقى					معدل ربحية السهم					معدل توزيعات الأرباح النقدية للسهم				
		Max.	Min.	Stdv	Med	Aver	Max.	Min.	Stdv	Med	Aver	Max.	Min.	Stdv	Med	Aver
	قطاع الصناعة	٤٦,٥	١٧,٠	٣,٩٣	١,٤٦	٢,٠٩	٥٨,٠	٩٢,٠	١٧,٠	٠,٤	٠,٣	٥٨,٠	٩٢,٠	١٧,٠	٠,٣	٠,٣
	الأدوية والصناعات الطبية	٨,٠٩	٦٢,٠	١,٧١	١,٩٠	٢,٠٩	١٧,٠	٥٣,٠	٢٣,٠	٠,٩	٠,٢	١٧,٠	٥٣,٠	٢٣,٠	٠,٢	٠,٢
١	دار الدواء للتنمية والاستثمار	٠,٥	٠,٠	٠,٧٢	٢,١٥	٢,١٦	٠,٩	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,٤	٠,٣	٠,٠	٠,٣	٠,٤	٠,٣
٢	الأردنية لإنتاج الأدوية	٠,٣٠	٠,٠	٠,٢٠	٠,٧٩	٠,٨١	٠,٤	٠,٠	٠,٢٧	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
٣	الحياة للصناعات الدوائية	٠,١٣	٠,٠	٠,٣١	٢,١٠	١,٩٩	٠,١٣	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٥	٠,٣	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٣
٤	فيلادلفيا لصناعة الأدوية	٠,١	٠,٠	٢,٩٨	٢,٢١	٣,٤٢	٠,١٢	٠,٠	٠,٢١	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
	الصناعات الكيماوية	٢,٧١	١٧,٠	٠,٧١	١,٠٣	١,٢٤	٢,٠٢	٠,٠	٠,١٧	٠,٢	٠,٣	٥٨,٠	٩٢,٠	١٧,٠	٠,٣	٠,٣
٥	الصناعية التجارية الزراعية (الانتاج)	٠,٥٤	٠,٠	٠,٥٤	٢,٠٩	٢,١٩	٠,٤	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
٦	المتصدرة للأعمال والمشاريع	٠,٥٠	١,٥٢	١,٥٢	١,٤٥	١,٤٥	٠,٢	٠,٠	٠,٣٥	٠,٢	٠,٢	٠,٣	٠,٠	٠,٢	٠,٢	٠,٢
٧	الصناعات الكيماوية الأردنية	٠,٢٠	١,٥٢	١,٥٢	١,٦١	١,٦١	٠,٩	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,٥	٠,٢	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٢
٨	الوطنية لصناعة الكورين	٠,٠٩	٠,٧٢	٠,٧٢	٠,٧٣	٠,٧٣	٠,١	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,٠
٩	الموارد الصناعية الأردنية	٠,١٢	٠,٢٨	٠,٢٨	٠,٣٠	٠,٣٠	٠,٢	٠,٠	٠,١٦	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٠
١٠	المتكاملة للمشاريع المتعددة	٠,٢١	١,٢٤	١,٢٤	١,٣٤	١,٣٤	٠,١٤	٠,٠	٠,١٢	٠,٠	٠,٧	٠,٠	٠,٠	٠,٥	٠,٠	٠,١
١١	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	٠,١٧	١,٩٠	١,٩٠	١,٨٩	١,٨٩	٠,١٢	٠,٠	٠,١٤	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠
١٢	الصناعات البتروكيماوية الوسيطة	٠,١٢	٠,٤٣	٠,٤٣	٠,٤١	٠,٤١	٠,٢	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠
	صناعات الأغذية والمشروبات	٠,٣٩	١,١٦	١,١٦	١,٩٠	١,٩٠	٠,٤	٠,٠	٠,٨	٠,٠	٠,٣	١٨,٠	٩٢,٠	١٦,٠	٠,٣	٠,٣
١٣	الأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها	٠,٢٣	٠,٦٤	٠,٦٤	٠,٦٣	٠,٦٣	٠,٢	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
١٤	الأكبان الأردنية	١,٧٩	٢,٠٢	٢,٠٢	٢,٩٢	٢,٩٢	٠,٩	٠,٠	٠,٤	٠,٠	٠,٥	٠,٤	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٤
١٥	الاستثمارات العامة	٠,١٠	٣,٠٠	٣,٠٠	٢,٩٨	٢,٩٨	٠,٧	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٣	٠,٣	٠,٠	٠,٤	٠,٠	٠,٣
١٦	العالمية الحديثة للزيوت النباتية	٠,٦٨	١,٥٢	١,٥٢	١,٥	١,٥	١,٠	٠,٠	١,٠	٠,٠	٠,٦	٠,٧	٠,٠	٠,٧	٠,٠	٠,٧
١٧	الوطنية للدواجن	٠,٦١	١,٥٥	١,٥٥	١,٥٤	١,٥٤	٠,٣	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٣	٠,٣	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٣
١٨	المصانع العربية الدولية للأغذية والاستثمار	٠,٣٧	٢,٠٥	٢,٠٥	١,٨٦	١,٨٦	٠,٩	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,٧	٠,٧	٠,٠	٠,٧	٠,٠	٠,٧
١٩	دار الغذاء	٠,٤٨	٠,٩٣	٠,٩٣	١,٠٢	١,٠٢	٠,٢	٠,٠	٠,٤٤	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
٢٠	مصانع الزيوت النباتية الأردنية	٠,٣٧	١,١١	١,١١	١,٢٨	١,٢٨	٠,٧	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٣	٠,٣	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٣
٢١	سنيورة للصناعات الغذائية	٠,٩٧	٣,٥٦	٣,٥٦	٣,٣٦	٣,٣٦	١,٠	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,٢	٠,١	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,١
	الصناعات الاستخراجية والتعدينية	٤٦,٥١	٣٥,٠	٩,٤٣	١,٥٢	٥,١٤	٠,١	٠,٠	٠,٥	٠,٠	٠,٣	٢٦,٠	٥١,٠	٣٣,٠	٠,٣	٠,٣
٢٢	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	٠,٤٤	٢,٠٠	٢,٠٠	١,٨٥	١,٨٥	٠,٥	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٥	٠,٣	٠,٠	٠,٥	٠,٠	٠,٣
٢٣	مناجم الفوسفات الأردنية	٣,٩٤	٦,٥٢	٦,٨٣	٦,٨٣	٦,٨٣	٠,٤	٠,٠	٠,٢٧	٠,٠	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٢
٢٤	مصانع الاسمنت الأردنية	٠,١٧	١,٣٧	١,٣٧	١,٤٥	١,٤٥	٠,٩	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
٢٥	البوتاس العربية	١٧,١	١٩,١٨	١٩,٣٤	١٩,٣٤	١٩,٣٤	٠,٦	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٦	٠,٦	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٦
٢٦	حديد الأردن	٠,٤٧	٠,٦٢	٠,٦٢	٠,٨١	٠,٨١	٠,٣	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,١	٠,٣	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,٣
٢٧	الوطنية لصناعات الألمنيوم	٠,١٢	٠,٥٥	٠,٥٥	٠,٥٦	٠,٥٦	٠,١٢	٠,٠	٠,١٢	٠,٠	٠,٤	٠,٦	٠,٠	٠,٤	٠,٠	٠,٦
	الصناعات الهندسية والانشائية	٢,٩١	٢٤,٠	٩٣,٠	١,٠٨	١,٣٠	٠,٤	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٢	١٥,٠	٨٣,٠	١٥,٠	٠,٢	٠,٢
٢٨	الأردنية لصناعة الكابوب	٠,٤١	٠,٨٨	٠,٨٨	١,٠٧	١,٠٧	٠,٢	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
٢٩	الأردنية للصناعات الخشبية/جوابكو	٠,٥٦	١,٦٣	١,٦٣	١,٧٤	١,٧٤	١,١	٠,٠	٠,٨	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,٠
٣٠	الباطون الجاهز والتوريدات الانشائية	٠,٧٤	٢,٦٧	٢,٦٧	٢,٣٨	٢,٣٨	٠,٦	٠,٠	٠,٥	٠,٠	٠,٣	٠,٦	٠,٠	٠,٣	٠,٠	٠,٦
٣١	العربية لصناعة المواسير المعدنية	٠,٧٠	٢,٥٣	٢,٥٣	١,٩٩	١,٩٩	٠,٤	٠,٠	٠,٦	٠,٠	٠,٥	٠,١	٠,٠	٠,٤	٠,٠	٠,١
٣٢	القدس للصناعات الخرسانية	٠,١١	٠,٣٣	٠,٣٣	٠,٣٣	٠,٣٣	٠,١٢	٠,٠	٠,٥	٠,٠	٠,٢	٠,٦	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,٦
٣٣	أساس للصناعات الخرسانية	٠,٠٧	٠,٢٦	٠,٢٦	٠,٣٠	٠,٣٠	٠,٧	٠,٠	٠,٩	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠	٠,٠
	الصناعات الكهربائية	١,٠١	٠,٣٢	٠,٢٠	٠,٥٣	٠,٥٦	٠,٧	٠,٠	٠,٢	٠,٠	٠,١	٠,٤	٠,٠	٠,١	٠,٠	٠,١

٣٤	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك المعدنية	٠,٤٣	٠,٣٨	٠,١٣	٠,١٣	٠,٠٥	٠,١٤	٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٠
٣٥	العربية للصناعات الكهربائية	٠,٧٤	٠,٧٠	٠,١٩	٠,١٠	٠,٠٥	٠,١٤	٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٠
٣٦	مصانع الكابلات المتحدة	٠,٥٠	٠,٤٥	٠,١٣	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠٤	٠,٠٩	٠,٠٠
	صناعات الملابس والجلود والنسيج	٢,٠٣	٢,١٥	١,٤٠	٤,٦٩	٠,٢٠	٠,١٨	٠,١٤	٠,٠٣	٠,١٦
٣٧	مجموعة العصر للاستثمار	١,٧٨	١,٥٨	٠,٩٥	٠,١٠	٠,١٢	٠,٠٦	٠,٠٧	٠,٠٦	٠,٠٨
٣٨	مصانع الأجواخ الأردنية	٤,٢٧	٤,١٤	٠,٣٣	٠,٠٨	٠,٠٨	٠,٠١	٠,٠٦	٠,٠٦	٠,٠٠
٣٩	عقاري للصناعات والاستثمارات العقارية	١,٥٩	١,٧٥	٠,٦٩						
٤٠	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	٠,٣٢	٠,٣٠	٠,١١	٠,١٩	٠,٢٠	٠,٢٨	٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٠
٤١	اتحاد النساجون العرب	٢,١٧	٢,١٦	٠,٠٣	٠,٠١	٠,٠٠	٠,٠٨	٠,٠٠	٠,٠٠	٠,٠٠

أظهرت نتائج التحليل الوصفي لبيانات الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، عينة الدراسة، بجميع صناعاتها، خلال فترة الدراسة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦ أن متوسط سعر السهم السوق ٢,٠٩ دينار، ويساوي سعر السهم السوق في المتوسط ضعف قيمته الاسمية تقريباً. وكان أعلى متوسط أسعار لأسهم شركات قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية (٥,١٤ دينار)، وأدنى متوسط أسعار لأسهم شركات الصناعات الكهربائية (٠,٥٦ دينار). ويمكن ان يُعزى تدني أسعار أسهم الشركات الكهربائية إلى ضيق السوق الأردني نسبة إلى عدد الشركات الصناعية الكهربائية، ومنافسة الأسواق الخارجية. وزاد عدد شركات عينة الدراسة التي قل متوسط سعر سهمها السوق عن الوسط الحسابي لأسعار الأسهم السوقية عن التي يزيد متوسط سعر سهمها السوق عن الوسط الحسابي لأسعار الأسهم السوقية بدلالة أن القيمة المتوسطة لسعر السهم السوق ١,٤٦ دينار.

ويُظهر جدول (١) أن سعر السهم السوق لعدد من شركات عينة الدراسة (١٢ شركة)، وهي الشركات الصناعية الكهربائية (٣ شركات)، والشركة الأردنية لإنتاج الأدوية، والوطنية لصناعة الكلورين، والموارد الصناعية الأردنية، والصناعات البتروكيمياوية الوسيطة، والأردنية لتجهيز وتسويق الدواجن ومنتجاتها، وحديد الأردن، والقدس للصناعات الخرسانية، وأساس للصناعات الخرسانية، والزي لصناعة الألبسة الجاهزة، قل عن قيمته الاسمية. ويُمكن تفسير تدني سعر سهم بعض شركات عينة الدراسة السوق عن قيمته الاسمية بتراجع ربحيتها خلال فترة الدراسة، كما أظهرت البيانات الفعلية لهذه الشركات. وغالباً ما يدل تدني سعر السهم السوق عن قيمته الاسمية لهذه الشركات على معاناتها وتردي أوضاعها المالية. ويعود سبب تدني متوسط ربحية سهم بعض شركات العينة المشار إليها ضمنه إلى الظروف الأمنية السائدة في المحيط وخاصة الإقليمي، وإغلاق بعض أسواق البلدان المجاورة أمام المنتجات الأردنية أحياناً، والعولمة وزيادة حدة المنافسة.

وتجاوز سعر السهم السوق قيمته الاسمية لأغلب شركات عينة الدراسة (٢٩ شركة من أصل ٤١ شركة، بنسبة ٧١٪ من إجمالي شركات عينة الدراسة) خلال فترة الدراسة. وتدل زيادة متوسط السعر السوق للسهم لكل شركة في العينة عن القيمة الاسمية لسهمها (دينار أردني لسهم كل شركة في العينة قانوناً وفعلياً) على تنامي تقييم السوق لإمكانات هذه الشركات.

وقد تفاوت متوسط سعر السهم السوق خلال فترة الدراسة بين القطاعات الصناعية لشركات عينة الدراسة. وتراوح متوسط سعر السهم السوق بين ٠,١٧ دينار لشركة الموارد الصناعية الأردنية ضمن قطاع الصناعات الكيماوية لعام ٢٠١٦، و٤,٥٦ لشركة البوتاس العربية ضمن قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية لعام ٢٠١٢. ويمكن أن يعود ارتفاع متوسط سعر أسهم شركات قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية إلى زيادة الأسعار نتيجة تعاظم الطلب على هذا المنتجات، وزيادة المبيعات خلال الفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦، كما تُشير التقارير المالية لبغض شركات هذا القطاع.

ويُشير الانحراف المعياري (٣,٩٣) لمتوسط أسعار الأسهم سنوياً إلى تشتت المتوسط السنوي بشكل عام. وظهر أكبر تشتت في أسعار الأسهم السوقية (٩,٤٣) لشركات الصناعات الاستخراجية والتعدينية، ويمكن تفسير هذه الزيادة في التشتت إلى تقلب حجم تصدير الفوسفات والبوتاس والحالة غير المستقرة للسوق الإقليمي والتي انعكست على الصناعات الاستخراجية الأخرى خلال فترة الدراسة. وكان أقل تشتت (٠,٧١) لأسعار أسهم الشركات الكيماوية، وقد يدل هذا التدني في التشتت إلى اعتبار المنتجات الكيماوية (المنظفات والمبيدات) سلع أساسية.

وأظهرت نتائج التحليل الوصفي متوسط معدل ربحية أسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية (عينة الدراسة) بجميع قطاعاتها الصناعية لفترة الدراسة تدني، أو عدم ربحية، أو خسارة سهم بعض الشركات. وتراوح متوسط معدل ربحية السهم للشركات عينة الدراسة بين (-٠,٩٢) لشركة دار الغذاء ضمن شركات قطاع الأغذية والمشروبات لعام ٢٠١٢

٥٨٠، للشركة المتصدرة للأعمال والمشاريع ضمن قطاع الصناعات الكيماوية لعام ٢٠١٦. ويمكن أن يُرد ارتفاع معدل ربحية سهم الشركة المتصدرة للأعمال والمشاريع إلى الحرص على تحسين نوعية منتجاتها وقدرتها على المنافسة. ويدل الانحراف المعياري لمعدل ربحية أسهم الشركات الصناعية، عينة الدراسة، (١٧،٠) على تقارب معدل ربحية الأسهم.

وبلغ متوسط معدل ربحية السهم لقطاع الصناعة صفراً، كما بلغت القيمة المتوسطة لمعدل ربحية أسهم الشركات الصناعية، عينة الدراسة ٠،٠٤، وتدل زيادة القيمة المتوسطة عن الوسط الحسابي لمعدل ربحية السهم على أن عدد الشركات الرابحة (٢٦ شركة بنسبة ٦٣،٤٪) أكثر من الخاسرة (١٥ شركة بنسبة ٣٦،٦٪). وتُحفّز هذه النتيجة الجهات المسؤولة على تشجيع الصناعات المحلية، ومساعدتها في فتح أسواق جديدة أمام الصناعات الأردنية، والاهتمام بنوعية المنتج الصناعي الأردني لينافس الصناعات الخارجية، وخاصةً في ظروف العولمة والسوق المفتوحة، ولتتمكن الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية من تحسين مستوى أرباحها.

وبلغ متوسط معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، عينة الدراسة، خلال فترة الدراسة، ٠،٠٣ لكل شركات العينة، بانحراف معياري ٠،٠٣. ويُشير الانحراف المعياري ٠،٠٣ إلى ثبات سياسات توزيع الأرباح النقدية. وقد يُشير ثبات سياسات توزيع الأرباح النقدية إلى الحرص على عدم تقلُّب الدخل. كما بلغت القيمة المتوسطة لمعدل عائد توزيعات الأرباح النقدية ٠،٠٠.

وتراوح متوسط معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للشركات عينة الدراسة بين ٠،٠٠ لكثير من شركات عينة الدراسة، وعددها ١٣ شركة، و٠،١٦ لشركة مجموعة صناعة العصر للاستثمار ضمن صناعات الملابس والجلود والنسيج لعام ٢٠١٢. وبلغ نسبة الشركات التي لم توزع أرباح خلال فترة الدراسة ٣١،٧٪، وعدد الشركات التي وزعت أرباح خلال فترة الدراسة ٢٨ شركة بنسبة ٦٩،٣٪.

وتُظهر بيانات الدراسة ونتائج التحليل الوصفي ثبات نسبي لتوزيعات الأرباح النقدية للسهم، وبشكل عام عدم تقلُّب في معدل ربحية السهم، وتفاوت في تغيُّر سعر السهم السوق، وإلى حدٍّ ما عدم وجود توافق ونسق بين الشركات عينة الدراسة للعلاقة بين متوسط معدّل ربحية السهم، وعائد توزيعات أرباحه النقدية وسعره السوق. ويتأثر سعر السهم السوق بعوامل كثيرة منها ما يتعلق بالمستثمر والبلد والسوق ... فمثلاً نسبة متوسط معدل ربحية سهم شركة الحياة للصناعات الدوائية كما يُظهره جدول (٢) أدناه أعلى منها لشركة البوتاس العربية، إلا أن متوسط سعر سهم شركة البوتاس العربية ومعدل توزيعات أرباحه النقدية أعلى من سعر سهم شركة الحياة للصناعات الدوائية.

جدول (٢): العلاقة بين متوسط معدّل ربحية السهم، وعائد توزيعات أرباحه النقدية وسعره السوق لشركات مختارة من عينة الدراسة للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

الشركة	متوسط معدّل ربحية السهم	عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم	سعر السهم السوق
١ شركة البوتاس العربية	٦٪	٦٪	٢,١٦
٢ شركة الحياة للصناعات الدوائية	١٣٪	٠,٠٥	١,٩٩

تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

يظهر جدول (٣) معاملات ارتباط Pearson بين متغيرات الدراسة.

جدول (٣): تحليل الارتباط بين متغيرات الدراسة

EY	DY
SP	٠,١٢٥*
EY	٠,٤٤٧***

*** مستوى الدلالة الإحصائية ١٪

** مستوى الدلالة الإحصائية ٥٪

* مستوى الدلالة الإحصائية ١٠٪

أظهر تحليل معامل الارتباط علاقة موجبة (٠,٢٤٢) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ بين سعر السهم السوقي ومعدل ربحيته، وعلاقة موجبة (٠,١٢٥) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٠٪ بين سعر السهم السوقي ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية. وتتماثل هذه النتائج مع كثير من الدراسات السابقة (شبيطة وأبونصار، ٢٠٠٥؛ الخلايلة، ١٩٩٧) في أن التغير في الأرباح المحاسبية أكثر قدرة على تفسير التغير في عوائد الأسهم من التدفقات النقدية. وتدل هذه النتائج على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر السهم السوقي من جهة وكل من معدل ربحيته وعائد توزيعات أرباحه النقدية. وأظهر تحليل معامل الارتباط علاقة موجبة (٠,٤٤٧) ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ بين معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية. وتبين هذه النتائج عدم وجود ارتباط عالي بين متغيرات الدراسة المستقلة R (Carter Hill et al, 2018).

اختبار الفرضيات

تم اختبار فرضيات الدراسة، لقياس أثر كل من معدل ربحية السهم وتوزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي، ومدى استمرارية هذا الأثر باستخدام تحليل الانحدار المتعدد.

اختبار الفرضية الأولى

لاختبار الفرضية الأولى تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد لبيان أثر كل من معدل ربحية السهم وعائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي. ويُظهر جدول (٤) نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

جدول (٤): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لأثر كل من معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي في سنة تحقق الأرباح للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

	b	t	Sig.
Constant	١,٦١٢	١٣,٢٣٠	٠,٠٠٠
EY	١,٩٣٢	٢,٩٨٧	٠,٠٠٤
DY	٠,٧٩٨	٠,٢٦٤	٠,٧٩٢
F test		٥,٧١٤	٠,٠٠٤
Adjusted R ²		٥٪	

أظهرت نتائج التحليل قيمة اختبار (F ٥,٧١٤) ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪، وتثبتت هذه النتيجة ملائمة النموذج الأول للاختبار وقبول الفرضية الأولى البديلة، ووجود أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل ربحية السهم على سعره السوقي في سنة تحقق الأرباح. ويمكن تفسير وجود أثر لمعدل ربحية السهم على سعره السوقي بأن توقعات أرباح ونشاط الشركة في سنة تحقق الأرباح أكثر وضوحاً، وتصور قوة مركز الشركة المالي، وينعكس هذا التفسير على القرارات الاستثمارية، ويمكن أن يعزى عدم وجود أثر لمعدل عائد توزيعات أرباح السهم النقدية على سعره السوقي في سنة تحقق الأرباح لأن توزيعات الأرباح النقدية تُقرر في السنة التالية لسنة تحقق الأرباح.

وأظهر تحليل الانحدار معامل ميل معدل ربحية السهم (١,٩٣٢) والذي يُبين أثر التغير في معدل ربحية السهم على سعره السوقي بدلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ لقيمة (t) المصاحبة له. ولم يُظهر التحليل وجود تأثير ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ للتغير في معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على سعره السوقي. وبلغت نسبة تفسير التغير في المتغيرات المستقلة للتغير في سعر السهم السوقي ٥٪، ويدل معامل التحديد ان ٩٥٪ من التغير في أسعار الأسهم السوقية يعود لعوامل أخرى مثل مستوى الدخل وعوامل السوق.

اختبار الفرضية الثانية

لاختبار الفرضية الثانية تم إجراء أربع تحليلات انحدار متعدد لبيان مدى استمرارية أثر كل من معدل ربحية السهم وعائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي لسنة وستين وثلاث وأربع سنوات تالية لسنة تحقق الأرباح. وتُظهر الجداول (٥، ٦، ٧) على التوالي نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاستمرارية أثر المتغيرات المستقلة على المتغير التابع.

جدول (٥): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمدى استمرارية أثر كلٍّ من معدّل ربحية السهم ومعدّل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي لسنة مالية واحدة تالية لسنة تحقق الأرباح للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

	b	t	Sig.
Constant	٠,١٥	٥,٣٣٩	٠,٠٠
EY	٠,٠٤٤	٢,٤٠١	٠,٠١
DY	٠,٣٢٢	٤,٤٠٢	٠,٠٠
F test	٢١,٠٣٥		٠,٠٠٤
Adjusted R ²	٪٢٢		

أظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان مدى استمرارية أثر معدل ربحية السهم، ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي لسنة واحدة تالية لسنة تحقق الأرباح، جدول رقم (٥)، وجود أثر لتقييم المستثمرين في سوق عمان المالي للتغير في معدل ربحية السهم والتغير في معدل عائد توزيعات أرباحه النقدية من جهة للتغير في سعر السهم السوقي من الجهة الأخرى ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ للسنة الأولى التالية لسنة تحقق الأرباح. وكانت نسبة تفسير نموذج التحليل (تغير معدل ربحية السهم وتغير معدل عائد توزيعات أرباحه النقدية للتغير في سعره السوقي) ٢٢٪. ويمكن تفسير هذه النتيجة وتفسير زيادة نسبة معامل التحديد لأن كلٍّ من توزيعات الأرباح النقدية، وربحية السهم تقرر وتعلن وتحدد بشكل أكثر وضوحاً، في السنة الأولى التالية لسنة تحقق الأرباح.

وأظهرت نتائج تحليل الانحدار المتعدد لبيان مدى استمرارية أثر معدل ربحية السهم، ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي للسنوات الثانية والثالثة التاليتين لسنة تحقق الأرباح، الجداول أرقام (٦، ٧)، وجود أثر للتغير في معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم (معامل الميل ٠,٣٤٩، للسنة الثانية، ٠,٢٦٢، للسنة الثالثة) على التغير في سعره السوقي ذو دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪ لكلٍّ من السنتين الثانية والثالثة التاليتين لسنة تحقق الأرباح.

جدول (٦): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمدى استمرارية أثر كلٍّ من معدّل ربحية السهم ومعدّل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي للسنة المالية الثانية التالية لسنة تحقق الأرباح للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

	b	t	Sig.
Constant	٠,٠١٤	٤,٣٩٩	٠,٠٠
EY	٠,٠٢٦	٠,٩٣٧	٠,٣٥١
DY	٠,٣٤٩	٤,١٤٠	٠,٠٠
F test	١٣,٣٦٦		٠,٠٠٤
Adjusted R ²	٪٢٠		

جدول (٧): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمدى استمرارية أثر كلٍّ من معدّل ربحية السهم ومعدّل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي للسنة المالية الثالثة التالية لسنة تحقق الأرباح للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

	b	t	Sig.
Constant	٠,٠١٢	٣,٣٨١	٠,٠٠١
EY	٠,٠٥٠	١,٤٢٧	٠,١٥٩
DY	٠,٢٦٢	٢,٩٥٤	٠,٠٠٥
F test	٨,٢٧٢		٠,٠٠١
Adjusted R ²	٪٢٠,١٩,٨		

وكانت نسبة تفسير نموذج التحليل (أثر تغير معدل ربحية السهم وتغير معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية على التغير في سعر السهم السوقي) للسنة الثانية والثالثة التاليتين لسنة تحقق الأرباح ٢٠٪، ١٩,٨٪ على التوالي.

وأظهرت نتائج التحليل قيمة اختبار F (٢١,٠٣٥ للسنة الأولى، ١٣,٣٦٦ للسنة الثانية، ٨,٢٧٢ للسنة الثالثة) وكلها ذات دلالة إحصائية عند مستوى معنوية ١٪، وتثبت هذه النتيجة ملائمة نموذج الاختبار للتحليل وقبول الفرضية الثانية البديلة باستمرار أثر معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على سعره السوقي لثلاث سنوات تالية لسنة تحقق الأرباح. وتؤكد هذه النتيجة لاستمرار أثر تغير معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية للسهم على التغير في سعره السوقي للسنوات الثلاث التالية لسنة تحقق الأرباح على رغبة المستثمرين في استرداد استثماراتهم في الأجل القصير وتفضيلها على الأرباح المدورة في الشركات المستثمر بها.

وتدل نتائج تحليل الانحدار المتعدد ضمن جدول (٨) على أن أثر التغير في معدل ربحية السهم والتغير في معدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على التغير في سعره السوقي ذو الدلالة الإحصائية عند مستوى معنوية ٥٪ ينتهي بعد السنة الثالثة التالية لسنة تحقق الأرباح. إذ أن قيمة اختبار F (١,٣٦٧) غير دالة إحصائياً عند مستوى معنوية ٥٪.

جدول (٨): نتائج تحليل الانحدار المتعدد لمعدى استمرارية أثر كل من معدل ربحية السهم ومعدل عائد توزيعات أرباحه النقدية على سعره السوقي للسنة المالية الرابعة التالية لسنة تحقق الأرباح للشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية للفترة من ٢٠١٢ إلى ٢٠١٦

	b	t	Sig.
Constant	٠,٠١٦	٢,٥٢٧	٠,٠١٧
EY	٠,٠١٨	٠,٨٧٢	٠,٣٩
DY	٠,١٨	١,٦٣٧	٠,١١١
F test		١,٣٦٧	٠,٢٦٩
Adjusted R^2		٢٪	

٥,١ الاستنتاجات

اتفقت نتائج هذه الدراسة مع دراسة Muzammil Khurshid et al. (2013) بوجود أثر لمعدل ربحية السهم على سعر السهم السوقي في سنة تحقق الأرباح، ووجود أثر لتوزيعات أرباحه النقدية، على سعره السوقي، وقدرة تنبؤ قوية لمعدل توزيعات أرباح السهم النقدية لعائد السهم السوقي.

كما اتفقت نتائج هذه الدراسة والتي بينت أثر لمعدل ربحية السهم على سعره السوقي خلال سنة تحقق الأرباح، مع ما نتائج دراسات (Campbell & Shiller, 1988; Cochrane, 1992; Morgan & Thomas, 1998; Easton, 1985; Jaffe, et al., 1989; Francis & Schipper, 1999; Samiev, S, 2011; Wong & Lye, 1990).

أظهرت هذه الدراسة استمرار أثر معدل عائد توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم السوقي خلال الثلاث سنوات التالية لسنة تحقق الأرباح، في حين أظهرت دراسات سابقة وجود أثر لمعدل توزيعات الأرباح النقدية على سعر السهم السوقي في الأجل القصير (Campbell & Shiller, 1988; Fama & French, 1988).

واختلفت نتائج هذه الدراسة مع (Miller & Modigliani, 1961; Marsh & Merton, 1986; Shiller 1990; Cocharane, 2001). حيث أظهرت هذه الدراسات عدم وجود أثر لمعدل توزيعات أرباح الأسهم النقدية على سعر السهم السوقي.

٦. التوصيات

ويوصي الباحث إجراء أبحاث تربط أثر هذه المتغيرات مجتمعة أو منفردة على سعر السهم السوقي مع متغيرات أخرى مثل هيكل رأس المال، ومخاطرة الاستثمار، ونسب النشاط.

يقر جميع المؤلفين أنه ليس لديهم أي تضارب في المصالح.

المراجع

الخلايلة، محمود. (١٩٩٧). العلاقة بين التدفقات النقدية وعوائد الأسهم في الأجل الطويل. *مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية*، ٢٥ (١).

شبيطة، معاذ وأبونصار، محمد. (٢٠٠٥). الربح المحاسبي والتدفقات النقدية كمقياس لأداء المنشأة: دراسة تطبيقية على الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في سوق عمان المالي. *مجلة دراسات، العلوم الإدارية، الجامعة الأردنية*، ٢٣ (٢).

قانون الأوراق المالية رقم ٧٦ لعام ٢٠٠٢.

References

- Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). Stock prices, earnings, and expected dividends. *The Journal of Finance*, 43(3), 661-676.
- Cochrane, J. H. (1992). Explaining the variance of price-dividend ratios. *The Review of Financial Studies*, 5(2), 243-280.
- Cochrane, J. (2001). *Asset pricing*. Princeton, NJ.
- Cotter, J. (1996). Accrual and cash flow accounting models: A comparison of the value relevance and timeliness of their components. *Accounting & Finance*, 36(2), 127-150.
- Easton, P. D. (1985). Accounting earnings and security valuation: Empirical evidence of the fundamental links. *Journal of Accounting Research*, 54-77.
- Francis, J., & Schipper, K. (1999). Have financial statements lost their relevance? *Journal of Accounting Research*, 37(2), 319-352.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 99-105.
- Habib, A. (2008). The role of accruals and cash flows in explaining security returns: Evidence from New Zealand. *Journal of International Accounting, Auditing, and Taxation*, 17(1), 51-66.
- Hjalmarsson, E. (2005). On the predictability of global stock returns. Rapport nr.: *Working Papers in Economics*, (161).
- Jaffe, J., Keim, D. B., & Westerfield, R. (1989). Earnings yields, market values, and stock returns. *The Journal of Finance*, 44(1), 135-148.
- Marsh, T. A., & Merton, R. C. (1986). Dividend variability and variance bounds tests for the rationality of stock market prices. *The American Economic Review*, 76(3), 483-498.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Morgan, G., & Thomas, S. (1998). Taxes, dividend yields and returns in the UK equity market. *Journal of Banking & Finance*, 22(4), 405-423.

-
- Khurshid, M., Raza, S. H., & Azeem, M. (2013). Bi-variate causal estimates of dividend yield, earning yield ratios, and stock index: A case of Karachi stock exchange. *Journal of Poverty, Investment and Development*, 1, 112-119.
- Hill, R. C., Griffiths, W. E., & Lim, G. C. (2018). *Principles of econometrics*. John Wiley & Sons.
- Samiev, S. (2011). Stock return variation and expected future dividends: An empirical study based on NASDAQ OMX Stockholm [master's thesis]. UMEA University.
- Shiller, R. J. (1990). A Scott-type regression test of the dividend ratio model. *The Review of Economics and Statistics*, 356-361.
- Wong, K. A., & Lye, M. S. (1990). Market values, earnings' yields and stock returns: Evidence from Singapore. *Journal of Banking & Finance*, 14(2-3), 311-326.